

ジェイ・クック商会の崩壊：一八七三年恐慌の一断面

著者	佐々木 隆雄
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	36
号	4
ページ	65-83
発行年	1968-12-20
URL	http://hdl.handle.net/10114/7519

△紹介△

ジェイ・クック商会の崩壊

——一八七三年恐慌の一断面——

佐々木 隆 雄

恐慌現象の解明には恐慌過程において重要な役割を果たした企業の業態を知ることが必要である。本稿は、筆者の目下の興味の対象である一八七三年のアメリカの恐慌の最大の契機となったジェイ・クック商会 (Jay Cooke & Co.) の崩壊過程を事実として紹介するものである。

主に最近リプリントされた H. M. Larson, Jay Cooke, Private Banker (1937) によるものであり、一部は同じくリプリントされた E. P. Oberholzer, Jay Cooke, Financier of the Civil War (1907) によるものであるが、必ずしもこれらの忠実な紹介とはいいがたく、筆者自身

による整理と部分的には筆者の見解をも加えていることをこわっておく。

一、南北戦争とジェイ・クック商会

南北戦争はアメリカ個人銀行業の発展にかなり大きな影響を及ぼすものであった。戦前の個人銀行は州法銀行と競合する一般銀行業をも相当広汎に行なっていたが、あるていどは独自の領域というものも存在した。それは主として内国為替業務及びその関連業務、外国為替業務を含む国際的業務、証券業務、不動産業務等であった。

第一の業務は一般に戦前の個人銀行において極めて重要な地位を占めていたようであり、第二のものは外国との関係のある大個人銀行の手に次第に集中されつつあり、第三のものは鉄道建設の発展とともに次第に重要性を高めていきつつあった。南北戦争は一方では国法銀行の成立により競争的業務において個人銀行の意義を低下させることになったが、他方では独自の諸機能の相互のウエイトを変化させつつ、個人銀行業務の拡大とある程度の専門化を促す要因であった。

内国為替業務はその存在を戦前の銀行制度の不統一に負っていた。発券銀行の中心をなした州法銀行は、一面ではその設立の基準たる州法規定が各州によって異なるために、他面では多くの州における規定のルーズさのために、全体として極めて不統一な制度となっており、その銀行券の価値も州、銀行によって極めて多様な水準をもっていた。特に内陸銀行においては銀行券兌換が事実上回避される事態がしばしばみられ、州際商業はこの面からの障害に悩んでいた。内国為替業務はこのような銀行券の流通圏相互の間の為替業務という性格をもち、支店制を採用しうる個人銀行にとってリスクとともに大きな

収益の源泉となっていた。南北戦争時に発足した国法銀行制度は、中央銀行不在のもとでの銀行券の全国的統一をもたらすことになり、この通貨統一によって内国為替業務が単純化、安全化され、個人銀行は重要な収益源泉を失うことになった。もともと、こうした変化は戦争末期以降に明瞭になったと思われるが、ともかくこれによって個人銀行は一方ではフロンティアの非専門的銀行業務を担当するか、他方では不当産抵当、手形取引、外国為替業務、投資銀行業務に多かれ少なかれ専門化される方向に進んでいくことになる。

南北戦争による変化のもう一つは戦時公債の巨額の発行によって生じる投資銀行業務の発展であり、これは鉄道に代って戦争によって生じる国内経済の巨大な膨脹と関連するものである。ここでは公債発行の巨額化とともに証券市場の著しい深化が生じ、その後の投資銀行業にも重要な影響を及ぼすものであった。この点においてジェイ・クック商会の革新的役割がみられたという。

ジェイ・クックは早くからクラーク商会 (E. W. Clark & Co.) の一員として多様な個人銀行業の経験を積んでいたが、五七年恐慌によって同商会が破産したのち、個

人で不況下の鉄道金融などに参加していた。六一年はじめにフィラデルフィアにポートナーシップたるジェイ・クック商会 (Jay Cooke & Co.) を開いたが、当時においては単なる小個人銀行にすぎず、彼個人の積極性を除いては注目すべき商会ではなかった。南北戦争が同商会の運命を決定的に変えたのである。

北部にとって勝利の見透しが明瞭とはいえなかったこの戦争は、外国での公債発行を困難にしたのみでなく、国内での戦費調達にもかなりの困難があった。戦争のごくはじめの段階において、公債発行をこれまでのように入札発行に頼ることは価格の点からみて極めて困難となっていた。戦争による公債の信用低下と大個人銀行の保守性のために、それら銀行と財務省との公債発行をめぐる不和が生じ、積極的な公債販売の担当者が必要としていた。ジェイ・クック商会は六二年二月ワシントン店を開いて政府との関係の強化をはかりつつ、この要請にこたえることになった。

同商会は六二年一〇月に公債発行の特別エイジェントに指名され、大々的公債販売キャンペーンを展開した。その意図するところは、これまで資本市場の重要な構成

者たるバンカーや資本家のみでなく、これまで無視されてきた大衆投資家層の資金を史上はじめて積極的に動員しようとするものであり、小投資家層の属性——愛国心に訴えること大きく、投機的よりも長期的投資を好む——を利用することによって公債市場の拡大と安定化をはかり、結果的に大衆の北部への忠誠の資産的基礎を作り出すものであった。これを実現するために、一方では新聞等々の動員による大々の宣伝を行ない、他方では全国を各地域に分割してそれぞれに代表的エイジェントをおき、その下に下部エイジェントを置く、全国的卸売—小売組織を形成することになった。これに参加したのは東部では割合小さな個人銀行であり、大個人銀行、株式銀行はほとんど参加しなかったが、組織的販売方法により巨額の公債が予想以上にすみやかに吸収されることになった。これはアメリカにおける「近代証券発行方法」のはじまりとして、また大衆投資層の投資慣習のはじまりとして注目されるものであり、戦後の投資銀行業にも大きな影響を及ぼすものであったといわれる。

ジェイ・クック商会は、その他にも既存公債の売買業務、いくつかの国法銀行の設立への参加、政府のエイジ

エントとしての金・公債市場への介入、鉄工業等一部企業への参加等も行なったが、戦時中の中心的な業務と収益源泉はこの公債発行業務と関連するものであったと思われる。

註 戦前につうは Larson, op. cit. chap. I—IV. 戦時中に
つうは chap. VII—IX にあつた。

二、戦争直後（六五—六九年）の業態

ジェイ・クックは同商会の将来について戦争直後かなり楽観的であつた。北軍の勝利による南北戦争の終結は同商会の名声を著しく高めることになり、その自己資本力はおお相當に小さかつたにもかかわらず、「内外で最も著名なバンカー」になつており、特に内陸の銀行に対する中心地のバンカーとして有利な地位をもつに至つた。また、戦後に予想される公債借替への参加や公債取引業務の発展により、同商会はひきつづき多くの公債業務をもちうるものとみられていた。さらに、南北戦争による工業発展、西部開拓の政治的、経済的障害の除去により、アメリカ資本主義の飛躍的発展が約束されており、これが様々のルートを通じて同商会の発展をもたら

すものとされてゐた。戦後の経済調整、通貨・公債処理問題の未決状態という不安要因は予想されたものの、ジェイ・クックのアメリカの富への信念と戦時に確立した政府との密接な関係とが、彼の楽観の根拠となつてゐた。

同商会は戦後の商会再編の一つとして、これまでコルレス関係に依存してゐたニューヨークの業務を積極化するため、六五年秋にニューヨーク店の開設を果した。戦時公債販売キャンペーンの中心的担当者としては、ワシントン店——フィラデルフィア店の体制で大きな不備はなかつたのであるが、平時の条件の下では、既に確立してゐた証券市場、商業金融の中心地、全国的な準備預託所としてのニューヨークに進出することなくしては積極的経営は行なえなかつたからである。また、和平によるヨーロッパとの金融的連帯の回復は、同社をして、特に公債のヨーロッパでの借替をみこしてのロンドン店開設を検討させることになつた。

このような積極的な業務の拡大の動きがみられたが、しかし同商会の戦争直後の発展は必ずしもスムーズにはいかなかつた。それには次のような事情があつた。

第一に、一般的背景として投資銀行業務の競争激化があげられる。南北戦争中公債業務を中心とする投資銀行業の飛躍的發展が生じたことは先に述べたが、これによつて多くの新個人銀行の設立や旧来の個人銀行の投資業務への専門化が進展した。これはやがて再開さるべき鉄道建設金融に転換すべきものであったが、戦争直後のこの面の發展はまだ必ずしも大きくはなく、残された公債業務がむしろ中心的機能とならざるをえなかった。また個人銀行業務の一つたる内國爲替業務でも戦後には戦前のような有利さが失われた。さらに対外的業務においては、戦争末から戦後にかけてアメリカに拠点を置く大個人銀行のヨーロッパ支店開設があいつぎ、戦前のようなヨーロッパ系商會のアメリカへの進出とは異なる方向がみられ、これら商會への対外的業務の集中が進みつつあった。こうして、戦争直後には専門化しつつある投資銀行数の増加を吸収するだけの充分な投資業務の發展がなく、ジェイ・クック商會は一方では外国との強力な關係をもつ商會、他方では公債業務でのびてきた国内投資銀行商會、その両者の競争をきびしく感じざるをえないことになった。

次に、戦争直後の一つの救いとなりうる公債管理業務についても、ジェイ・クックの期待は充分には実現しなかった。彼の主張する公債の全面的借替は、議會内での政治的対立とその他バンカーの反対により実現せず、当面の公債借替はかなり巨額に達していた短期債の長期借替に限定されることになった。もっとも、この限定された公債借替業務やその他の連邦の金融エイジェントとしての業務においては、同商會の役割は大きかった。この点では同商會はまだ他のバンカーの追隨を許さぬものであった。しかし長期公債の低利借替の延期は同商會にとつて一つの打撃を意味した。

同商會は別に一般的な商業金融業務、州債・鉄道社債の發行業務もあるていど行なっていた。前者は積極化の方向にあったとは思われるが、しかしまだ証券業務の補完的性格が強かった。商業手形割引は少なく、また金融緩慢時に限られており、融通貸付もワシントン店の政治的貸付以外は回避するのが原則であり、地方的預金や特にニューヨーク店に集まる内陸銀行のバランスは多くはコール市場（公債、大鉄道の社債を担保とするものが多い）に放出されていた。發行業務については、たしか

に連邦公債から州債、鉄道社債への転換の傾向がうかがえたが、しかし、東部の確立した鉄道の金融についていえば、連邦公債業務に十分な参加を示さなかった大バンカーがこの間に強固な地位を築きつつあり、ジェイ・クック商会を含めて公債取扱イバンカーはその面のおくれに悩んでいた。同会はさらにユニオン・パシフィック等の西部鉄道に対しては、その危険性の故に、当初は金融担当者となることを拒んでいた。このような態度は六八年にあるていどの変更が生じ、クラーク商会とともに、ダルースから西進しつつあったミシシッピー鉄道 (Tulsa, Moore & Mississippi R. Co. の便宜的略称) の発行をひきうけることになったが、ともかく、戦争直後の同商会は公債関連業務への既得の権益に執着し、健全銀行主義を守るといふ経営態度からも、鉄道業務への転換が不充分となっていた。

戦争直後の同商会の最大の収益源泉は公債業務、特に既存公債の売買業務であった。この頃同商会は最大の公債取引業者といわれており、その業務も自己勘定による取引が中心であり、ブローカーというよりジョバー的存在であった。顧客や政府の直接的需要をみこした取引が

多く、短期変動を利用した投機家でもあり、長期的保有もかなりみられた。この業務は六六、六七年には非常に大規模であったが、しかし次第に減少の方向に向っていた。戦時公債が戦争末から急速にヨーロッパへ流出して行き、六九年には公債残高の半分近い約十億ドルが外国人に持たれるまでになっており、連邦公債市場としてのニューヨークの地位はかなり低下したからである。その上六九年秋の金パニックがジェイ・クックのもう一つの打撃となった。六六年からの公債のニューヨーク価格は短期的変動のうちにも、傾向としては緩慢な上昇ないしほぼ同一水準維持を示しており、ジェイ・クック商会はしばしば買投機で収益をあげたが、六九年金パニックによる金価格低落で金約款付公債の価格も急落し、以後その直前の水準には容易にもどらなかつた。買投機をしていた同商会の打撃は大きく、六九年の収益は著しく減少せざるをえなかつた。

かくて、六九年頃には同商会は政策転換を余儀なくせられる立場にあつた。連邦との関係では六八年三月の借替の一応の終了とその後の低利借替の未決定、六九年の財務長官の交替による政府との関係の一定の稀薄化、公

債売買業務における取引証券の減少と価格の急落、これ

らの要因が旧来の業務の発展を著しく制限することになった。他方、積極化すべき鉄道業務では、六九年は東部幹線のシカゴへの到来、最初の大陸横断鉄道の完成の年であり、しかも後者はかつてジェイ・クックの指導下に公債キャンペーンに参加したフィスク・アンド・ハッチ (Fisk & Hatch)、シスロ (John J. Cisco & Co.) の二商会の金融するところであった。ジェイ・クックは公債から鉄道への転換においておくれをとったことが明らかとなった。こうして同商会の西部鉄道金融への積極的参加が必然となったのである。

その場合、同商会选择んだものはノーザン・パシフィック鉄道 (Northern Pacific Rr. Co.) であった。それは六八年に参加しはじめたミシシッピ鉄道の延長という意味をもち、また同商会メンバーの北西部での既存の土地投資等のインタレストとも関連するものであった。またこの鉄道は横断鉄道として雄大な計画であり、いわば国家的事業でもあり、国家との関係の大きい同商会にふさわしいものであった。

註 以上は Larson, op cit, Chap. X-III, Obelholzer, op. cit.,

ジェイ・クック商会の崩壊

vol. II, chap. XIV による。

三、ノーザン・パシフィック鉄道の金融

〔六九一七〇年〕

ノーザン・パシフィックはもともニュイイングランドの人々により設立 (六四年連邦のチャーターによる) されたものであり、はじめは同地方の西部との取引ルート、かつてのボストンのホーンまわりの東洋貿易の代替ルートとして考えられていたものである。

この種の計画の常として当初は著しい金融難にあえていた。一方では植民の進んだ地方の鉄道のように株式金融に頼るだけのインタレストを欠き、他方では長期的な成功の展望はありながら短期的な収益ベースの確立はのぞめず、社債自身も大きな投機性をもっていたからである。その点をおぎなうために、プロモーターは一方では鉄道の支持者層を拡げ、鉄道の地域的性格の脱皮をはかることにより、他方ではそれを基礎として連邦による社債利子保証を求めることにより、社債金融の困難を克服しようとした。しかし、後者は議会の支持をうるにいたらず、ノーザン・パシフィックは広大な土地払下予約

以外の特権のない私的企業として、金融難のために建設も進まなかった。この状態のもとでジェイ・クックの参加が実現することになった。いわば長期的成功までの間の当面の金融的ギャップを負担するものとして、投資銀行の積極的機能——資金動員力とリスク負担——が求められたわけである。

同商会の鉄道金融への参加は、金パニック後の証券市場の不況と連邦の財政援助の可能性の小さい事情のもとでは、当初予想されていたものよりかなり限定的にならざるをえなかった。七〇年一月の協定は次のような内容を含んでいた。(一) 同商会は鉄道の発行する一次抵当社債(満期三〇年、利子七・三%、元利の金支払い保証、商会への引渡し価格はグリーンバックで額面の八八%)一億ドルまでの発行の唯一のエージェントとなること、(二) 鉄道の勘定の預託を含めて一般的金融エージェント及び資材購入のエージェントとなること、(三) 同商会の鉄道への前貸額は五〇万ドルに限られること、(四) 同商会は額面一億ドルに達する予定の株式の六〇%に及ぶ潜在的請求権をもち、設立さるべき鉄道関連土地会社の株式の半分の所有をも約束されること、(五) しかし同商会

の鉄道会社役員への任命権は持分に較べてかなり小さいこと、(六) 鉄道は当面はレッド河までの建設にとどめることにし、同商会は三〇日以内に五百万ドルの建設資金の調達をなす以外には資金調達の明確な義務を負わぬこと、等となっていた。ここで、バンカーの経営参加が認められている(但しその参加は持分の比率ほどでなく旧所有者の経営権を多く残している)点が注目されるが、また同商会は一方では金融その他の排他的特権をもちつつ、他方では前貸、資金調達面で限られた責任しか負わないという有利な取引をなしえた点にも注意しておこう。

さて、ジェイ・クックの鉄道金融における戦略はほぼ次のようなものであった。彼はたしかに必ずしも容易に認められそうにない連邦の社債利子保証や当面の建設をまかなう社債販売に期待をよせていたが、根本的には急速な発展の希望をもつと彼が確信する北西部の広大な私下土地が彼の希望の中心を占めていた。その土地への植民が一方では巨額の社債の償還資金をもたらし、他方では鉄道の成功のための経常的運賃収入をもたらすべきものであった。事実、彼はイリノイセントラル鉄道よりも

マイル当りで六倍も多いより優良な土地が、ノーザン・パシフィックの全債務を満期前に支払ってしまうものと考えまたそのような政策をとることにしていた。したがって、社債発行は、鉄道建設——土地払下——土地の入植者への販売——社債の償還の間をつなぐものとして考えられ、ほとんど無償で引渡される株式はいわばこの過程のリスクを負担するプロモーターや社債購入者に分与されるべきものと考えられていた。このような方式は鉄道という巨大なイノヴェイションによる価値上昇を連邦がその担当者たる鉄道に与えることによって可能となったことはいうまでもない。

ジェイ・クック商会の資金調達は七〇年一月のプール・キャンペーンによって口火がきられた。これはレッド河までの建設資金を調達するもので、鉄道の社債五百万ドル、鉄道の株式持分の約四割、私的土地会社のインタレスト、以上の全体を分割し、代価五・六百万ドル（一五カ月払い）で売りさばこうとするものであったが、このキャンペーンは単なる社債販売ではなく、将来の社債販売の布石として大鉄道関係者、金融業者を参加させ、ノーザン・パシフィックの社債の信用度を高めるためのも

のであった。しかし応募者に極めて有利だったといわれるこのプールも、後者の目的をは達成しえず、ジェイ・クックの個人的な名声と勧誘に基く資金調達以上に資金調達基盤を拡げることができなかった。

このプールによる調達資金によってノーザン・パシフィックの建設は開始されたが、建設続行のためには当然それ以上の社債発行を必要とし、ジェイ・クック商会の販売努力が必要とされた。その場合、当時のアメリカ鉄道金融の一般的傾向と一致して外国市場、外国バンカーへの依存を当初から強く求めていた。既に六九年ロスチャイルドとの共同の社債販売協定の締結を試み、それは拒否されたが、七〇年にはフランクフルトやベルリンの二つの小商会との社債販売協定が成立し、ドイツ、オランダでのキャンペーンを展開した。また、その外にもロンドンの General Credit & Discount Co. Bischoffsheim & Goldschmidt 等とも社債販売協定の締結の努力がつづけられた。しかし六六年恐慌後のヨーロッパにおける鉄道金融一般に対する不信感と七〇年夏の普仏戦争の勃発とがこの面での障害となり、社債販売もスムーズに進まず、ロンドンでの協定もついに実現しえなかった。国内

での社債販売は七〇年にはまだ本格化していなかったが、ともかく七〇年秋にはノーザン・パシフィックは調査、建設、設備のための支出により、プール代金等も涸渇し、いぜん資金不足状態にあった。

かくて、七〇年末にはジェイク・ツク商会の救いともみなされていたノーザン・パシフィックの金融は、同商会にとつてむしろ負担となりつつあった。プール・キャンペインも部分的成功に終り、外国での資金調達も戦争により困難となり、私下土地を社債の抵当とするための議会の立法は通過したものの、これ以上の議会の援助を求めるのは至難の情勢であった。七〇年末ジェイク・ツクは「どんなことがあっても、こんな仕事はもうひきうけない」ともらす程であった。

註 以上は Larson, op. cit, chap. XV—XVI, Oberholzer, op. cit, chap. XIV—XV による。

〔七一年—七二年前半〕

一面ではこのような事態に対応するため七一年はじめジェイ・クック商会はパートナーシップの再編強化、ロンドン店開設による新業務の獲得を企てることになる。前者としては、政治的貸付の大きいワシントン店の閉鎖

は実現しなかったが、パートナーシップの定款のはじめの作成による商会全体のある程度の統合、これまで明確には存在しなかったパートナーシップの資本の創設と強化を行ない、強力銀行との競争とナヴァアスな市場条件に備えることにした。またこの方向での改革として六九年からの金投機中止に加えて、顧客のマージン取引の便宜供与の制限ないし中止、鉱山企業への参加の拒否、公債や優良証券への投資の限定、新発行業務におけるアンダーライティング・シンジケートの開始等が行なわれ、銀行経営の健全化がはかられた。

ロンドン店開設については、再開される公債のヨーロッパでの借替にそなえるものでもあったが、同時に新証券発行業務を中心とするフィラデルフィア店よりも、商業銀行業務の一定部門の開拓を行ないつつあったニューヨーク店の要請によるものであった。同店はニューヨークへの金融・商業の集中傾向を反映して内陸銀行の銀行としての業務をしていたが、前述のような事態や銀行競争により六九、七〇年には収益が上らなかった。そのため北部全域や回復しつつある南部との一般的業務の拡大を求めたほか、既に行なっていた鉄道のための鉄輸入代

理業務（これはいうまでもなく鉄道証券発行業務の補完的業務でもあった）、これまで外国との関係のある商會にゆだねていた証券・為替業務等の対外的業務の開拓を積極化することになった。前述のごとき事情からみて同商會の外国業務強化のためにはロンドン店開設の方向しかなく、前の財務長官マカロックを加えて Jay Cooke, McCulloch & Co. をロンドンに開くことになった。主要な業務は外国為替、信用状発行、証券担保貸付、クーポン利払い、発行業務、レール購入代理業務であり、また連邦のロンドンにおける勘定も獲得することになり、既存のバンカーとの関係の悪化をもひきおこしていった。

このロンドン店を軸とする七一年の重要な業務の一つに内外での公債借替があった。六八年の借替の一応の終りののち、七〇年に改めて長期公債の低利借替問題が再燃し、借替法が成立するが、普仏戦争でひきのばされ、七一年に二億ドルの借替が行なわれた。これははじめニューヨーク、ロンドンの多数の銀行を通じてなされたが、低利公債の発行条件がバンカーにとって不利とされ、ロスチャイルド、ベアリングの参加もなく、シンジ

ケートのメンバーの反応も悪く、結局大半が売れ残った。ジェイ・クックはこの機に乗じて借替の積極的インシアチヴをとり、ロンドンでは主にドイツ系のユダヤ人バンカーを動員し、ニューヨークでは国法銀行やかつての戦争公債キャンペーンのメンバーを結集して八月にこの借替発行で大成功をおさめた。これはいくつかの点でジェイ・クック商會の地位を高めることになった。第一に旧来のロンドン・ニューヨークの大金融勢力たるベアリング、モルガン、モルトン等から独立して借替を成功せしめ、それらに對して一時的であれ對抗しうる勢力として登場したことを意味した。第二に、借替による収益もよく、また政府との関係もかなり好転した。第三に、借替はアメリカ政府の外国における信用を強固にし、ひいてはアメリカの証券の信用をもひきあげるることになった。これらはノーザン・パシフィックのキャンペーンの遂行をより容易にするものであったといわれている。

さて、ジェイ・クック商會のノーザン・パシフィックとの関係は、先にみたように七〇年末には商會にとってかなりの負担となっていた。商會のパートナー内部に当初からそれをめぐる不一致や不和があり、推進者たるジェ

イ・クック自身にもある程度の疑問も生じていた。したがってこの時点では当面の鉄道建設計画の修正も可能であったが、結局それは採用されなかった。ジェイ・クックの積極性の原因には彼自身の西部開発への情熱や信念もあったが、また商会在既に北西部のいくつかの計画に深入りしすぎていたこともあった。前述のミシシッピ鉄

道は七〇年には一応建設は完了したものの、シカゴ経由の東西ルートとの競争もあって、まだ収益的基礎は不十分であり、運輸獲得のために近隣鉄道の吸収等の追加投資を余儀なくされており、ジェイ・クック商会自身の投資も既にながりの額に達していた。また、同商会メンバーの既存の土地投資にしても、その投資の成功のためには開拓のための諸々の追加投資を必要としていた。ノーザン・パシフィックへの投資も含めて、これらの既存の全インタレストは既に放棄するには余りに高価となっていた。そしてもし放棄しないとすれば、北西部への諸投資の成功の要の地位にあったノーザン・パシフィック計画を強力に推進するのが最善の道であった。かくて、七一年にはパートナーシップの合理化と再編強化、ロンドン店開設による新業務の獲得、公債借替の成功による金

融力の増大、金融市場の好転等とあいまって、国内における社債販売の大キャンペーンが展開されることになる。

この社債販売は戦時公債のそれとほぼ同様の、大衆投資家層をも動員せんとする組織的なものであり、またプレス・キャンペーンにも多額の費用を投入し、同鉄道の将来性、土地の生産性、社債の安全性と高収益性を大々的に宣伝した。しかし、この方法は同商會に一つの負担を課した。同商會は、自らは社債発行をアンダーライトせず、契約上は一定の前貸以外には鉄道に対する金融的責任をはもっていないなかったにもかかわらず、この鉄道の完全なるスポンサーとみなされることになったからである。

このキャンペーンは戦時公債のそれと形の上では似ていたが、両者には決定的な差異があった。横断鉄道もそれ自身としてはナショナルな感情に訴えるべき国家的重要素だったかも知れないが、しかし戦時公債は戦勝によって容易に実証されうる連邦の経済力を背景にしていたのに対して、このたびはかなり長期の西部開拓によって始めて実証されうるであろう巨大な私企業の収益性を

基礎にしていたにすぎなかった。さらに、公債販売においては発行促進のために国家資金動員による市場操作を行ないえたのに対して、このたびは市場操作の充分なる資金はなく、そのために社債販売の対象も長期投資を求める者に限定せざるをえなかった。したがって、大々的なキャンペーンによっても、一面では長期的視点に立つて投資される投機的資金の範囲、他面ではジェイ・クックないし関係者の影響力の及ぶ範囲、その範囲以上に資金調達の幅を拡大することはできなかった。こうして、かなりのコストをかけながらも、社債販売は当初から容易なものとはいえなかった。

外国でも社債発行の努力は熱心につづけられた。七年はじめにはここでも希望は少なかったが、五月の普仏戦争の終了、アラバマ問題の解決のみとおしにより金融情勢は好転し、特に新生ドイツ帝国に希望がもたらされた。ドイツ、オーストリーの株式銀行を含む諸銀行と発行協定締結の努力がなされた。ロンドンでも、七二年はじめにはロンドン店自身の発行がなされた。しかし、ここでも期待は実現したとはいえなかった。一般的なノーザン・パシフィックへの疑念の外に、普仏戦争後やがて

ドイツに戦後ブームが到来し、これまでアメリカ証券のむしろ中心的市場であった大陸市場からアメリカ鉄道は占めだされることになり、他方それに代って重要となったロンドンではドイツでみられたほどの西部鉄道証券への関心がなかったからである。同商会のロンドン店自身も社債発行に必ずしも熱心にはなれず、七二年春以降はおそらくロンドンでも社債発行は不可能であつたろう。

これら内外での努力は、しかし、七一年後半から七二年はじめにかけては、市場条件の有利さに恵まれてある程度の成果をえたのも事実である。社債販売高は、プールへの応募五百万ドルを除き、七一年六月末まで二・五百万ドルにも達しなかったが、その後は一〇月、一二月の逼迫時を除いて毎月一百万ドル前後のペースで売れていたといわれる。

しかしそのことはノーザン・パシフィックやジェイ・クック商会の金融ポジションの好転を意味したとはいえない。鉄道の経営のずさんなことや、ジェイ・クックの鉄道支配力の弱さや、さらには鉄道自身の強気の建設推進策や競争鉄道の吸収などのために、この程度の資金はまたたくまに吸収してしまつたからである。また、ジ

エイクックの期待していた土地販売と植民も、七一年には本格的な入植のための全国的、全西歐的なキャンペーンがなされたにもかかわらず、まだその効果を現わしていなかった。鉄道の運賃収入もまだ利払いをまかなうに足らず、巨大な固定資本に由来するこの面の負担も追加的の圧力となっていた。既に七一年秋の逼迫時には鉄道からのジェイ・クック商会に対する契約額をはるかにこえる過大な手形振出し、過大信用が生じ、一方では鉄道経営に充分な参加権の保証されていないジェイ・クックと鉄道経営者との対立、他方ではジェイ・クック商会内の不和をもたらしていたのである。

註 以 *St. Paul & Pacific R.R. Co.* の便宜
 cit. chap. XVII によつて。

〔七二—七三年〕

このような困難は七二年には、一層激化していった。社債販売は三、四月に減少し、その後ややもちなおしたものの、八月以降は再び減少した。七二年はアメリカ、ドイツ、オーストリアを中心とする世界的な投資ブームがほぼ頂点に達する年であり、外国でも春以降はほとんど社債を販売しえず、国内市場も晩夏以降はげしい金融

逼迫に悩み、社債の売れゆきは短期市場の動向とはほぼ対応した動きを示していた。

北西部の鉄道でも事態は深刻化しつつあった。ミシシッピ鉄道は運輸獲得のための絶望的努力にもかかわらず、七二年には多額の支払超過に悩み、これまでジェイ・クック商会とともに金融してきたクラーク商会はもはやそれ以上の援助を拒否し、ついにこの鉄道はノーザン・パシフィックにリースされることとなった。また既に七〇年からノーザン・パシフィックに買収されていたセントポール鉄道 (*St. Paul & Pacific R.R. Co.* の便宜的略称) も同様に金融難が深刻化し、かつてそれを金融していたアムステルダム・バンカーの手におえなくなり、その負担はノーザン・パシフィックを経由してジェイ・クックの肩にかかっていた。ノーザン・パシフィックはほかに大平洋岸の鉄道、運輸会社を買収せざるをえず、また独自の建設も、七一年末レッド河に到達したのちも、本線、支線両面で進行していった。

ジェイ・クック商会は一方での社債発行難と他方での鉄道の支出増大とのためにますます苦境に陥っていく。当初の契約にあった鉄道への前貸の限度は実際には全く

無視され、商会の鉄道への前貸は増大の一途をたどる傾向にあった。商会内部においてノーザン・パシフィックの金融を主として担当していたフライデルフィア店は、以前においてはニューヨーク店への資金放出者であったのが、今やニューヨーク店、ワシントン店、関係銀行たるワシントンの第一国立銀行、さらにはその他の東部中心地の銀行等から借入をふやしていった。いわばニューヨーク等の商業銀行の業務から生じる地方的預金や季節的変動の大きい内陸銀行のニューヨーク・バランス等が同商会のフライデルフィア店の投資銀行業務と関連する固定的貸付に転用されることになったのであり、当時アメリカにおいて進行しつつあった短期的預金の固定化が同店内部において明確に認められるところとなっていたのである。従って、同商会は短期市場の逼迫の折には単に証券発行が停滞するのみでなく、借入資金の返済をもせまられかねないという極めて危険な情況に陥っていた。七二年春と同年秋から翌年四月頃までのほとんど継続的ともいえる短期市場の逼迫は、同商会の支払停止をひきおこしかねない重大事であった。

このような事態の下で同商会はノーザン・パシフィック

ジェイ・クック商会の崩壊

クとの関係を契約事項に限定することも考慮したようであるが、しかし市場逼迫の下ではそのような後退の余地もなかった。そのような措置は利払いさえことかく関係鉄道の破産をひきおこす外なく、しかも鉄道の破産は過大なコミットメントを行なっている同商会へのとりつけと支払停止を余儀なくさせるはずのものだからである。ジェイ・クックのなしうることはせいぜい鉄道経営の健全化、鉄道計画の縮小による経費の節減ぐらいのものであり、事実そのような努力がある程度なされた。しかしそれも短期間には効果は出なかった。

このような危機の中でもジェイ・クックにとつてはいくつかの希望が残されているように見えた。一つは公債借替であった。しかしこれは七二年には行なわれず、七三年の借替も彼のリーダーシップによる借替となるには余りに銀行競争がはげしすぎた。またこの借替はゆつくりとしたものであり、彼の考えていた積極的なものとはいえなかった。その上銀行業者間の対立も加わって借替そのものも十分な成功をおさめえず、結果はむしろ彼の名声の低下となった。もう一つの希望は議会のノーザン・パシフィックへの財政的援助であったが、これも議

会で行なわれたユニオン・パシフィックの建設金融の調査により、横断鉄道への非難が一般化した当時には実現しうるものではなかった。もっとも、ノーザン・パシフィック自身の営業状況はこの頃にはぼつぼつ好転を示し始めた。これまでなされた植民のキャンペーンがようやく効果を發揮しはじめたからである。しかしこれとてもまだ多額の収益を生むものではなく、したがって事態を救うほどのものではなかった。

七三年六月頃から金融市場は季節的要因も加わってある程度好転を示し、社債市場もある程度の明るさを取りもどした。しかしノーザン・パシフィックの社債販売は好転しなかった。むしろかなりの量の既発行社債が市場に放出され、額面をかなり割ることになったといわれる。これらの背景としてはこの鉄道自身の弱さとともに、前述の横断鉄道スキャンダルの暴露、西部の反鉄道運動たるグレインジャー運動があった。したがってジェイ・クック商会の危機は何ら解消されず、八月一五日には同商会のノーザン・パシフィック鉄道への前貸五・一百万ドル、ミシシッピ鉄道への前貸一・九百万ドル、両者のみで計約七百万ドルが固定化していた。

かくて同商会の支払停止はもう目前に迫っていた。八月から九月にかけての西部への季節的な資金移動による東部中心地の金融逼迫がそれをもたらす直接の契機となった。これにより小規模ながらジェイ・クックの場合とほぼ同様の状態にあったいくつかの鉄道及び鉄道金融業者が支払停止におちいり、鉄道金融への不信を激化することになった。ジェイ・クック商会においても一面ではその内陸銀行の銀行たる性格からニューヨーク・バランスの減少が生じ、他方では鉄道証券不信の激化による同商会からの一般的預金減少が生じ、ノーザン・パシフィック計画実現の中途にしてついにこの著名な商会も支払停止——破産に陥っていった（この頃同商会の資産約千六百万ドルのうち約半分がノーザン・パシフィックへの前貸ないし鉄道証券投資であった）。この支払停止は当然ウォール街のパニックをひきおこし、銀行へのとりつくとコール市場の凍結から、ニューヨーク短期市場の地方的パニックとなり、やがて全国的パニックへと展開し、世界的な一八七三年恐慌の最も劇的な局面をなしたのである。

註 以上はLarson, op. cit., chap. XV—XX, Oberholzer, op.

四、結 び

以上、ジェイ・クック商会の破産にいたる過程をやや詳細に紹介してきたが、ここで七三年恐慌と同商会の崩壊との関連を簡単に要約してしめくりとしておこう。

一般に七三年恐慌は、アメリカにおいても、以前の恐慌と較べて本来的な商業信用面の混乱を前提とするところのより少い恐慌であった。恐慌の契機をなしたものは、以前ほど商品投機の破綻という面が強くなり、むしろより直接に固定投資金融の破綻、特に鉄道金融の破綻であった。もちろん、商品価格の低落は既に恐慌のしばらく前から進行していたし、また恐慌の直接的結果としての物価低落は大きかったが、七三年全体を通して商業的破産額は五七年よりも絶対的に少なかった。^(注一)

このような変化は、一つは当時のいわゆる交通通信革命の進展による世界商業ないし商業信用の安定化傾向の反映であるが、同時にこのサイクルでは南北戦争後という特殊な要因も作用していたと思われる。アメリカでは好況期にも物価上昇は余り顕著でなく、商品流通と関連

する限りでの商業信用も、南北戦争中にその清算があったのち、七三年恐慌直前にはかなりの長期化も生じていたが、しかしそれも五七年恐慌前の状態には復さなかったと思われ、商業破産の少なさもこの信用の短期化と関連していたと思われる。^(注二) いずれにしろ、こういう事態は歴史的傾向とこのサイクルの特殊事情の両面から説明されるべきものであろう。

他方、鉄道投資の面では、この時期には横断鉄道という投資単位が極めて大きく、投資の懐妊期間が著しく長く、投資の本来的特徴たる経済過程の先どりという性格の異常に顕著なものが登場し、しかもこれは全くの新企業であり巨大な新投資をかかえる収益的基礎を欠くものであった。さらに、未開地の鉄道として、既開地におけるような沿線住民の特殊な金融的支持をも欠いていた。その上からこれらの鉄道が市場化された資本市場、短期市場で重要な地位を占めることになった。この点からも七三年恐慌が鉄道金融の破綻として表面化するのとは当然であった。

ノーザン・パシフィックはこのような鉄道の代表であった。それは単に横断鉄道であっただけでなく、中央ル

ートの横断鉄道であるユニオン・パシフィック——セントラル・パシフィックの両者を一緒にしたほどの大計画であった。この鉄道は中央ルートの鉄道に与えられた財政援助も享受できなかった。その上より未開の北部ルートの横断鉄道として、追加的開発投資をより多く要求されながら、入植と運輸開発により多くの時間がかかるものだった。後発の横断鉄道としての既存ルートとの競争はそれを一層激化した。ジェイ・クックの希望であった巨大な土地払下げも、収益基盤の短期的実現には大した貢献をするものではなく、分割払いによる土地販売方式はそれを一層困難にした。

したがって、ノーザン・パシフィックのジェイ・クック商会への依存は、単なる発行仲介機関としての同商会への依存以上のことを意味せざるをえなくなった。それは鉄道自身ではほとんど調達不可能な長期資金を同商会の名声によって調達しようとするものであり、それが困難であれば同商会の短期資金の投下をも余儀なくさせかねないものであった。同商会はプロモーターとしてのリスクを負わざるをえず、リスク負担は当然ながら鉄道経営への参加ないし参加の強化を必然にした。この点にお

けるジェイ・クックの積極性は、当時はまだ仲介者の性格の強かったアメリカ投資銀行のうちでかなり特殊な地位を占めるが、しかし、それには右のような一定の根拠があったといわねばなるまい。

もちろん、この積極性の一つは彼の性格によるものでもあるうし、また彼の既存の北西部へのインタレストによるものでもあるうし。しかし同時に、五〇年代の鉄道建設金融に萌芽的にみられたとはいえ、南北戦争後に重大化した鉄道金融の右のような新事態もそれに劣らず重要であったといわねばなるまい。それはジェイ・クックの以前の経験からは充分には予見できないやっかいな問題だったのであり、その点の「誤算」こそ同商会のノーザン・パシフィックへの深入りをひきおこし、ひいては商会の崩壊を必然化させたものであった。

ノーザン・パシフィックの如き新鉄道投資の収益性の再生産過程による実証は一つの景気循環をこえざるをえない性格のものであった。それはいわば当初から当分は過剰なものとして投資され、一般的好況過程における円滑な長期資金（主として再投資以外の利潤）の形成と樂觀的気分のもとで過剰がむしろ激化され、好況末期の資

金逼迫のもとでこれまでに累積された過剰がとがめられ

るという関係にあるといつてよいであろう。しかもより早くとがめられるべき個々の小鉄道は、ノーザン・パシフィックの如き割合強力な金融的バックのある鉄道によつてある程度吸収合併され、とがめらるべき客体の単位を大きくしてゆき、やがては大金融業者のかかえうる限度をこえることになつて暴力的解決をせまられることになるのである。このような巨大な客体の存在こそ、一八七三年恐慌を含む景気循環の現実的舞台をなしていたの

であつた。

註 Commercial and Financial Chronicle vol. 18 (1874), Jan. 24, p. 78 ("Failures in 1873")

註二 この点についてはなお充分明らかでない問題もあるが、いずれまたの機会に論ずるつもりである。なおこの頃の商業信用の状態については例えば *ibid.*, vol. 16 (1873), Feb. 1, p.p. 142-3 ("Financial Dangers"), April 5, p. 446 (Long Credits and Commercial Failures) を参照。